

我国企业并购是否该缓行

李志林

摘要：本文认为应从微观和宏观两方面看待企业并购，当前我国企业并购存在障碍不应成为拒绝并购的原因。接着以我国当前经济形势为背景，借鉴西方并购理论，结合当前企业、市场状况，阐述并购对于提高企业效率、优化经济结构、深化经济体制改革的重要意义。认为我国企业并购应在运行中逐步发展、完善，不应当缓行。

关键词：兼并与收购；经济结构；内部人控制；行政性垄断

文章编号：1003—6636(2000)02—0031—03 中图分类号：F432.3 文献标识码：A

姚先树先生在《贵州财经学院学报》1999年第四期(以下简称《姚文》)上撰文，认为企业应当缓行。对此，笔者不敢苟同，就此阐述自己的看法。

美国日内瓦总裁罗伯特·库恩博士曾用一句话概括了他对企业并购的观点：并购会带来很大的风险，但在剧烈动荡的市场经济环境中，不搞并购可能意味着更大的风险，对企业来说，在变化的世界中一成不变是最大的风险。同时，他认为：并购将成为继引进外资、股份制改造之后推动中国国有企业改革和宏观经济发展的又一重要手段。对于微观主体，企业并购是为了实现规模效益、扩大市场份额、取得财务效应、降低成本等；宏观上，并购是资源配置的一种方式，它是调整和优化经济结构的一种高效、快捷手段，特别是在经济存量调整方面发挥着不可低估的作用。从根本上说，一国经济发展的过程，实质上是经济不断调整 and 优化的进程。当前我国经济正处于结构性调整时期，产业结构不协调，技术结构水平低，企业组织结构不合理，地区结构不平衡。考察美国的五次并购浪潮，我们发现，并购浪潮的推进都伴随着经济结构的调整和优化。因而，并购作为资产重组的一种主要形式。也将成为我国调整和优化经济结构的重要手段。

虽然我国当前存在许多并购障碍，如：产权不明晰、股权结构不合理、中介机构缺乏、资本市场不发达、政府干预等，但这并不能说明并购就该缓行。我们不应因为眼前有困难就停步，而应考虑如何在实践中克服困难。当前优化企业股权结构、发展投资银行、制定并购法规等都要在并购的开展中逐步进行，不能一蹴而就。

《姚文》认为我国只要办好中小企业就能解决问题，并购不是非并不可的观点值得商榷。企业并购不是企业非做大不可，并购是资源配置的一种方式。如同商品买卖，对已有价值则买，无价值则卖，一企业并购另一企业并不是一定要永久持有另一企业，当另一企业对之失去价值时，同样将其卖掉。况且，大企业是参加国际竞争的需要，并购是组建企业集团进入国际市场的手段，我国当前仍缺乏具有国际竞争力的大企业。下面从四个方面说明并购对我国当前经济改革将发挥着不可低估的作用。

(一)并购有利于国有经济效率的提高和股市的健康发展

我国当前国有经济总体效益偏低。国有资产质量差，国有企业的设备相对陈旧新度不高，国有企业效益连年下滑。1995年独立核算工业企业资金利润率：国有企业1.9%，集体企业3.2%，股份制企业6.3%，外商投资企业5.1%。可以看出，不同所有制企业效率差别相当悬殊。西方并购效率差异理论中，效率差异一是指特定企业的业绩更加优良，二是指某一企业拥有其它企业能够采纳的更好的管理体

制。该理论认为,效率高的企业兼并或收购效率低的企业,以进一步提高效率来实现收益,效率差别最有可能成为相关行业中企业间并购活动的主要因素。企业业绩与管理体制是正相关的。国有企业由于产权不明晰,委托—代理链太长,且受计划经济体制的影响,企业管理人员的经济驱动力比较弱,导致经济效益低下。有资料表明,国有股比重越高的上市公司效益越差;法人股比重越高的公司效益越好。跨越所有制的障碍开展并购,将国有制企业长期积累的大量资产存量与非国有制企业相对高效的管理体制结合,实现企业产权的多元化,有利于提高股东对国有资产保值增值的关切度,达到经济所有制结构的优化,使不同所有制互为补充、协调发展。

从股票市场来看,长期以来由于对证券市场认识不足,发展证券市场的目的只是为改革和发展国有企业服务,将证券市场的融资功能放在首位,而忽略了证券市场优化资源配置的功能。因而股份公司上市的目的被扭曲,发行股票只是为了筹集资金、维持企业的生存,而不是为了企业的可持续发展,造成许多上市公司业绩非常低下。从1996年和1997年年报看,上市公司亏损户达40家,净资产收益率在10%以下(三年内无配股资格)近300家,再加上一批人为地把净资产收益率“做成”10%以上的公司,有约40%的上市公司日子不好过(《中国证券报》)1998年5月28日《ROE是否已被操纵》)。这么多低效率的上市公司不仅阻碍了股市功能的正常发挥,也妨碍了股市的健康发展。引入并购,对股市的健康发展大有裨益。上市公司间的并购可以促进上市公司提高产品质量、技术水平、管理效率,进而提高上市公司整体效率。上市公司与非上市公司间的并购可以为资源在股市与其外部提供一条流通渠道,利于资源的优化配置;同时,非上市公司收购上市公司还可以提供一个对上市公司的监督制约机制。非上市公司间通过并购以提高经济效益,为股市的扩容与发展做准备。当前应加大并购开展的力度,将上市公司中劣质企业从股市中拉下来,让优质企业进入股市,充分利用股市中的“壳”资源。

(二)并购有利于化解经济同构,提高企业规模经济和范围经济效益

西方并购理论中,经营协同理论包括规模经济和范围经济理论。规模经济者认为,企业兼并会产生平均成本下降的规模经济效益;范围经济指企业通过同时经营多项业务使得一项业务的开展有助于另一业务经营效率的提高。规模经济效益主要表现在两个层次:第一层次是生产规模经济效应,企业可以通过并购对企业的资产进行补充和调整,优化人力资源组合,通过并购可以在保持整体产品结构的前提下,达到专业化生产水平,从而提高生产效率;第二层次是经营规模效应,企业达到一定的经营规模,可以节约管理费用,提供更好、更全面的专业化生产和服务,利于产品销售、技术开发、提高抗风险能力等。范围经济中,比如企业通过同时生产几种互补性产品,降低生产成本、管理费用,提高市场占有率,提高销售收入,从而提高企业的经济效益。

我国当前经济同构现象特别严重:产业与企业组织的差异度小、层次较低,规模不经济的“大而全,小而全”、重复建设存量同构,增量投资趋同;特别是地区产业结构趋同尤为突出,据有关方面预测,我国中部和东部工业结构的相似率为93.5%,西部和中部工业结构相似率为97.9%。经济同构不仅分散生产、降低专业化水平、阻碍技术进步,还使得区域结构矛盾激化,市场竞争激烈且低效。并购可以解决或者部分解决现存产业同构的问题。在市场自发的条件下,企业间的并购可以缓解规模不经济的“大而全,小而全”状况,同类或相关小企业可以组建成大型企业集团,以达到经营协同效应。跨地区并购可以缓解或消除地区产业结构趋同。例如,不同地区的生产同类或相关产品的企业通过并购组合起来,将生产效率低下的企业变为销售部门或者原材料提供部门,也可改变其主营业务,从而打破地区市场壁垒,利于建立全国统一市场,提高市场竞争的质量。值得一提的是,在市场经济下,并购对于重复建设、新的同构还有预防作用。因为,新上的企业、新上的项目如果不具有特定的优势,一般其竞争力都较低,决策者决策时就会考虑所上企业是否会成为市场上同类企业或相关产品企业的“俘虏”,因此他就会增强创新,避免“雷同”。

(三)并购可以加强对企业管理者的监督和约束作用,缓解“内部人控制”问题

并购中委托—代理理论认为,当公司管理者只拥有公司的一小部分股权时就会产生代理问题。由于管理只拥有小部分所有权,就易产生“逆向选择”和“道德风险”,导致偏高的代理成本,并购体现了一种市场自发的管理控制机制以及时取代低效率的管理层。当市场无法发挥实效时,接管成为解决代理问题的最后惩戒措施。通过收购和接管,使外部管理者战胜现有管理者和董事会。值得注意的是,在所有权与

经营权分离的现代企业中,尤其是那些支薪经理占据内部人控制地位的企业中,经理的才能受到企业规模的限制时,他会积极地扩张,因为,兼并能扩大企业规模进而增加经理的权利与收入。

下面,看一下我国上市公司的股权集中度 $CR_5 = \sum_{i=1}^5 S_i$ (取 1 至 5), 其中 S_i 是该公司第 i 位大股东的持股比例。

从上表数值可以看出我国上市公司前五位大股东股权集中度水平很高, 几个主要指标都远高于美国的水平。截至 1997 年底, 从我国在沪、深两地上市交易的股份公司的总股本结构看, 国家股和法人股在总股本中所占比例分别为 31.5% 和 30.6%。包含内部职工股和转配股在内的其他股份占总股本的 3.0%。由此说明, 我国上市公司的股权大多为国家所控制。国家作为股东产生了产权主体的虚置, 它对管理层的监督无力, 初始委托人——全体人民得不到监督代理人行为必需的市场

我国上市公司股权集中度 (CR5) 与美国比较

CR5(%)	均值	中值	标准差	最小值	最大值
中国	59.0	60.7	14.6	1.5	98.4
美国	25.4	20.0	16.0	1.3	87.1

注: 我国上市公司数据截至 1997 年 12 月 31 日
(资料取自: 周清杰 1999)

信息, 也缺乏监督手段, 因而“内部人控制”问题尤为严重。我国的这种股权高度集中的状态使得控制绝大多数股份的少数股东易于与管理层勾结, 损害中小股东的利益。而且, 在公有制经济中, 企业的经营管理者大多由各级政府在非市场原则下直接任免, 实际上, 管理层与股东成为“一体”, 失去委托——代理机制的监督 and 激励作用。股权的高度集中使得并购活动要么难以开展, 少数大股东持股不放; 要么被扭曲, 并购中收购方与大股东互相勾结, 损害国家的利益, 造成国有资产流失。因此, 引入市场并购机制, 在管理者市场形成一个相互的监督和激励机制, 让高效率的管理层及时取代低效率的管理层, 使管理者市场处于高效竞争状态, 从而提高管理层的管理效率。

(四) 并购有利于优化市场结构, 抑制行政性垄断, 发展一定程度的经济性垄断

西方并购市场力量理论认为, 企业并购通常可以提高市场占有率, 凭籍市场竞争对手的减少来加强市场的控制力; 可以在采购市场和销售市场取得价格优势, 从而提高利润。但在我国当前的市场状况下, 并购是会促进垄断、限制竞争呢, 还是会优化垄断促进竞争? 这就须从我国当前的垄断情况说起。垄断可以分为经济性垄断和行政性垄断。经济性垄断是指经营者 (主要是企业)、经营者联合体组织或经营者组成的社会团体滥用经济力的优势 (包括联合优势) 限制竞争, 行政性垄断是指政府和政府部门滥用行政权力限制竞争。我国由于受传统根深蒂固的计划经济体制的影响, 市场经济体制还未完全建立, 当前的垄断主要是行政性垄断或实质由行政性垄断产生的而表现出来的经济性垄断。其主要表现形式有: 1. 地方贸易壁垒; 2. 部门贸易壁垒; 3. 政府限定交易; 4. 设立行政公司。可以说并购行为将有利于抑制行政性垄断, 发展一定程度的经济性垄断, 从而强化竞争。克拉克“有效竞争”理论表明存在将规模经济和竞争活力两者有效协调起来的一种竞争状态, 也就是说, 适度的经济性垄断是有利竞争的。我国当前的大部分产业集中度偏低, 产业内资源配置过散, 影响经济效益。通过并购, 提高产业集中度, 让产业形成多个大企业的竞争状态, 必然提高竞争效率, 促进整个工业经济效益的提高。再者, 行政性垄断大多是政府或政府部门为了行政利益而保护低效率企业产生的, 即使这些企业原本效率并不低下, 但在行政保护下也会慢慢变得低下。跨区跨业的并购有利于打破行政力量对市场的分割, 打破地方、部门贸易壁垒, 促成全国统一市场的形成并使行政性垄断失去根基。

参考文献:

1. 姚先树“中国企业购并应缓行”《贵州财经学院学报》1999 年第 4 期
2. 陈全伟 李林“现代企业兼并理论”金融时报 1998. 12. 17
3. 谢利“培育中国的兼并与收购市场”——访罗伯特·库恩博士金融时报 1998. 1. 1
4. 周清杰“我国上市公司股权稳定性分析”经济理论与经济管理 1999 年第 1 期
5. 束华“企业兼并与市场结构问题初探”开发研究 1998. 2
6 周耀东: 我国地区产业结构趋同问题观点综述《经济学动态》(京)1998. 11
(李志林, 厦门大学财金系金融学硕士研究生, 厦门 361005)

责任编辑 叶晓军